

イギリス会社法制における 実質株主の透明性

川 島 い づ み*

目 次

- 1 はじめに
- 2 規制の沿革
——実質株主に関する情報提供請求等と大量保有情報の開示
- 3 2006年会社法および2000年金融サービス市場法（現行法）
- 4 関連判例
- 5 重要な支配権者情報の開示
- 6 むすびに代えて

1 はじめに

昨年末、金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告」（2023年12月25日。以下「WG報告」という）が公表された。WG報告では、近時の市場環境の変化に伴い、様々な課題が指摘されているが、これらと並んで、実質株主（株式について議決権指図権限や投資権限を有する者）の透明性についても取り上げられている。実質株主の透明性は、大量保有報告制度とも関連する問題であり、WG報告では、「パッシブ投資の増加、企業と投資家の建設的な対話の重要性の高まり、協働エンゲージメントの広がりといった環境変化を踏まえた」¹⁾ 提言として、欧

* かわしま・いづみ 早稲田大学社会科学総合学院教授

1) 同ワーキンググループの「金融審議会 公開買付・大量保有報告制度等ワーキングメ

州諸国の制度を参考に適切な制度整備等に向けた取組みを進めるべきであると、具体的には、「まず早急に、機関投資家の行動原則としてその保有状況を発行会社から質問された場合にはこれに回答すべきであることを明示すること、またその後、そのような回答を法制度上義務づけることを、それぞれ検討すべきである」（WG報告17頁）としている。

実質株主の開示規制について、欧州主要国と比べてわが国の立法対応が立ち後れていることは、既に指摘されているところである²⁾。本稿³⁾では、1976年会社法の制定以来、実質株主に対する情報提供請求制度を有するイギリス会社法とその関連法制について、①実質株主に対する発行会社の情報提供請求等とその提供情報の開示制度、②大量保有情報の開示制度、そして、③重要な支配権者名簿（PSC名簿）を取り上げる。イギリスでは、②は、元来①とともに会社法に規定されており、2006年会社法の制定を機に、その主要な部分は金融サービス市場法等で規定されることになった。そのため、本稿では、両制度の沿革と現行法制を2と3においてまとめて取り上げ、4では①に関する判例を若干紹介する。5では、2015年の会社法改正によって導入された③を取り上げ、最後に6において、イギリス会社法上の実質株主の権利にもふれて、むすびに代えることとする。

↘グループ報告の概要」（https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20231225/02.pdf）も参照。

2) 中村信男ほか「[特集] 欧州における実質株主開示規制の現状と我が国の方向性」金融法務事情2217号（2023年）8-34頁（中村信男、川島いづみ、内藤裕貴、石川真衣および坂東洋行の各論稿を掲載）。

3) 本稿は、中村信男ほか・前掲（注2）特集の一部である川島いづみ「イギリス 情報提供請求と議決権行使の禁止、PSC名簿の義務化」金融法務事情2217号（2023年）13-18頁に、大幅な加筆を加えたものである。

2 規制の沿革

——実質株主に関する情報提供請求等と大量保有情報の開示

(1) コーエン委員会の会社法改正勧告と検査役等による調査制度

イギリスでは、1929年会社法 (Companies Act 1929, c. 23) の改正問題を検討した1945年公表のコーエン委員会報告書において、名義人による株式保有 (nominee shareholdings) の進展を背景に、株式資本の1%以上に当たる株式を直接的または間接的に保有する受益的所有者 (beneficial owners. 以下「実質株主」という) に対して、会社への通知を義務づけるとともに、会社による実質株主名簿の開示を求めることなどの会社法の改正が勧告⁴⁾された。同報告書では、当時、株式市場において名義人による株式保有が広く普及している状況と、それによって従来の株主名簿による開示制度の完全性が失われることへの危惧が強く示されていた⁵⁾。

コーエン委員会のこうした勧告を受けての会社法改正は、後述の商務省および検査役による調査を除いて、1948年会社法 (Companies Act 1948, c. 38) では実現しなかったが、1948年会社法の改正を検討したジェンキンス委員会は、その報告書 (ジェンキンス委員会報告書) において再度この問題を取り上げ、証券取引所に上場されている普通株式その他の議決権株式の10%以上を保有する実質株主に、保有株式の範囲について会社に通知することを求めるとともに、保有株式に関する取引についても、その取引から7日以内に会社に通知することなどを求める会社法の改正を勧告した⁶⁾。ジェンキンス委員会報告書では、米国の1934年取引所法には10%以上の株

4) Board of Trade, Report of the Committee on Company Law Amendment, Cmnd. 6659 (1945), at para. 82 & p. 44 et seq.

5) Ibid., at para. 77 et seq. イギリスでは、株主名簿は会社登記所で一般に公開されている。

6) Board of Trade, Report of the Company Law Committee, Cmnd. 1749 (1962), at para. 147.

式の実質株主について開示する制度が設けられていること等が言及されており⁷⁾、上場会社の株式につき10%以上という基準は、米国の連邦法を参考にしたものとも考えられる。

他方で、1948年会社法は、商務省 (Board of Trade. 後に Department of Trade) に対して、調査すべき合理的な理由がある場合には、会社株式の所有関係 (ownership of company) を調査・報告させるために検査役を選任する権限を付与するとともに、株主200名以上または株式の10%以上を保有する株主からの申請があれば、商務省は検査役を選任しなければならない旨を定め (1948年法172条)、さらに、株式または社債に利害関係をもつ者について調査すべき合理的な理由がある場合であって、検査役の選任を要しないと認めるときは、直接、商務省が利害関係者に対して情報提供を請求できる旨を規定した (同法173条)。そして、商務省がこれらの手続をとる場合に、関係者またはその一部が求めに応じて調査に協力しないために株式に関する適切な事実の発見が困難であるときは、商務省は、株式に関する権利行使の制限 (株式の譲渡、議決権の行使、株主割当てによる株式発行および配当等の支払の禁止等) を命じることができる旨を規定した (同法174条1項・2項)。権利行使制限の違反に対する刑事罰も定められた (同法5項・6項)⁸⁾。これらの制度は、コーエン委員会の勧告⁹⁾により、1948年会社法によって実現されたものである。

もっとも、株式保有関係の調査のために検査役が選任される例は、当時から稀であったようであるが、1953年にサヴォイ・ホテル (Savoy Hotel Ltd.) の株式が名義人を通じて買い占められた際に、同社の株主224名が商務省に申請して検査役の調査がおこなわれた事案が著名である¹⁰⁾。

7) Ibid., at para. 142

8) 当時の商務省の調査・検査権については、中島史雄「イギリス会社法における商務省の調査・検査権」茨城大学政経学会雑誌27号 (1970年) 27頁以下。

9) Board of Trade, supra note 4, at para. 84 & p. 45.

10) 中島・前掲 (注8) 52頁以下。L. C. B. Gower, *Gower's Principles of Modern Company Law*, 4th ed. (1979), at p. 675 の脚注には、1974年、1975年および1977年に、それぞれ2

(2) 1967年会社法と1976年会社法

1967年会社法(Companies Act 1967, c. 81)は、イギリスの上場会社(条文の文言では、認定証券取引所に登録された会社)¹¹⁾の議決権株式(株主総会における議決権を付された株式)について、額面額で株式資本の10%以上に当たる株式を保有しまたは取得した株主に、その権益の範囲(信託に基づく権益、自己名義にはなっていないが売買契約が締結された株式、事実上議決権行使を支配できる株式など)およびその変更を、書面で会社に通知する義務(通知義務)を課すとともに、上場会社は、通知された情報を記載した登録簿を備え置いて、株主名簿の場合と同一の条件で、株主その他の公衆の閲覧に供するものとされた(1967年会社法33条・34条)。その結果、この登録簿を通じて、議決権株式の10%以上に利害関係を有する者の氏名・名称と保有株式数等が公開されることになった¹²⁾。

さらに、この制度の実効性を高めるために、1973年の会社法改正白書の勧告を受けて、1976年会社法(Companies Act 1976, c. 69)は、27条において、上場会社の議決権株式について、会社が、株主および株式に利害関係を有するその他の者(any other person has an interest in any shares)に対して、通知により実質株主に関する情報を合理的な期間内に会社に提供するように求める、情報提供請求権を創設した。これにより得られた実質株主に関する情報は、株主名簿の所定の箇所に記載されることなども規定され、情報提供を怠る場合や虚偽の情報を提供する場合についての刑事罰

ㄨ件の検査役選任がなされた旨の記述がある。

11) "a company.....granted a quotation on a recognised stock exchange". ロンドン証券取引所の他、Midlands & Western Stock Exchange, Northern Stock Exchange, Scottish Stock Exchange があった(A. J. Boyle et al. (eds.), Gore-Browne on Companies, 42 ed. (1972), at p. 508)。

12) 本制度の紹介・研究として、酒巻俊雄「英連邦諸国の会社法〔15〕」国際商事法務5巻12号(1977年)590頁、山田尚武「実質株主の開示制度〔上〕——イギリス会社法における実質株主の開示制度を参考にして——」商事法務1797号(2007年)32頁以下、松井和也「大量保有報告制度の目的と実効性の確保方法——英国における開示規制の構造を素材として——」同志社法学62巻4号(2010年)1217頁以下。

(2年以下の禁錮、400ポンド以下の罰金等) を定める規定 (同法27条7項ないし9項) も設けられた。

(3) 1981年会社法

1981年会社法 (Companies Act 1981, c. 62) は、63条 (厳密に言えば、国務大臣が規則によって数値基準を定める権限を有する旨の規定が同法64条に設けられ、その規則) によって、公開会社の議決権株式の5%を取得した者またはこれを保持しなくなった者等に対して、5日以内の会社への通知を義務づけた。適用対象は上場会社から公開会社へと拡大され、対象となる基準は10%から5%に引き下げられている。適用対象が公開会社へと拡大された理由については、完全な上場を伴わない市場での株式取引が増加していたことを反映したものである、と説明されている¹³⁾。1976年会社法27条では、会社による情報提供請求は、まず当該会社の株主に対して行われ、提供された情報に基づいて議決権株式に利害関係を有するその他の者に対して、さらに情報提供請求が行われるとされていたところ、1981年会社法は、当該会社の株主に限定することなく、自らの知る限りにおいて公開会社の株式に利害関係を取得した者もしくは利害関係を有しなくなった者 (to his knowledge acquires any interest in shares comprised in relevant share capital of a public company or ceases to be interested in any shares so comprised)、または、これらを認識した者に対して、会社への通知を義務づけた。

また、会社からの情報提供請求については、1981年会社法74条により、当該会社の議決権株式に利害関係を有する者もしくはそう信じる合理的な理由のある者 (any person whom the company knows or has reasonable cause to believe to be orto have been interested in shares.....) 等に対して、情報提供を請求できる旨が規定された。これにより、情報提供請求の対象は、

13) L. H. Leigh and H. C. Edey, Companies Act 1981 – Text and Commentary (1981), at p. 92.

自社の株主または株主であった者に限定されないことになった。

そして、同法77条により、会社による情報提供請求に相手方が従わない場合には、会社は裁判所に申し立てて、当該相手方が有する株式に一定の制限を課することができるとする規定も設けられた。裁判所への申立てにより相手方保有株式に課される制限については、前述の商務省等の調査に対して情報提供を怠る場合等に関する1948年会社法174条が準用されており、株式譲渡の制限、議決権行使の禁止、新株割当ての禁止および配当等の支払禁止の4項目が列挙されている。なお、判例は、本条に基づき裁判所が命令により株主権を制限する場合には、これら4項目全ての制限を命ずるものと解釈している¹⁴⁾。制限を解除するのも裁判所の権限とされる。このように、会社への情報提供請求に相手方が応じない場合に、裁判所への申立てにより相手方の株主権の制限も可能とする強い制裁が設けられたのは、先行する制度として、商務省や商務省の選任する検査役の調査という、いわば公権力の調査に応じなかった場合の制裁が、すでに1948年会社法に規定されていたことが影響したものと思われる。

もっとも、裁判所への申立てによる株主権の制限については、条文上、相手方が会社株式に利害関係を有する者である場合と過去にそうであった場合 (any person who is or was interested in any shares in the company) に限定されており、会社が当該会社の議決権株式に利害関係をもつであろうと合理的に信じるだけの者に対しては、おそらく使われまいであろうと評されていた¹⁵⁾。つまり、商務省等の調査に対して適切に応じない者に対する株主権の制限と比較すると、実際には適用対象は限定的なものに留まると、当時は考えられていたようである。

(4) 1985年会社法

これらの制度は、1985年会社法 (Companies Act 1985, c. 6) 第6編 (198条

14) Re Lonrho Plc (No. 2) [1990] Ch. 695, at p. 708.

15) Leigh and Edey, *supra* note 13, at p. 105.

ないし220条)に受け継がれた。1985年会社法では、5%の株式保有について、共同保有者 (concert parties) に関する規定を厳格化して適用回避を防止することとし、同法204条以下により、特定の公開会社の株式に利害関係を有することとなる株式取得の合意 (agreement) について¹⁶⁾、広範な定義規定を設けて開示義務が生ずる範囲を拡大した。通常の意義における「合意」よりも適用範囲を拡大するために、ここにいう合意には黙示のものも含めて合意または取決め (any agreement or arrangement) が含まれ、「合意の条項 (provisions of an agreement)」には、明示的または黙示的なものも含めて、約束、期待または了解 (undertakings, expectations or understandings) も含まれる旨が規定された (同法204条5項)。

その後、1989年会社法 (Companies Act 1989, c. 40) 134条による1985年会社法第6編の改正によって、情報提供請求に応ずべき義務が生ずる基準は (額面株式につき) 3%に引き下げられ、義務に応ずべき期間は、原則として5日以内から2日 (2営業日) 以内と短縮された¹⁷⁾。なお、会社法を所管する国務大臣には、3%・2日以内といった数値基準を規則 (Statutory Instrument: SI) によって変更できる権限が付与されていた (1989年会社法134条による改正1985年会社法210A条)¹⁸⁾。本制度の趣旨について、ノース裁判官 (Nourse LJ) は、In re Lloyd Holdings plc 判決 ([1985] BCLC 293) および In re Geers Gross plc 判決 ([1987] 1 WLR 1649 & 1653) において、公

16) ここにいう合意とは、これに従って取得された対象会社株式の利害関係について、合意当事者の1名以上に、行使、保持または処分に関する責務や制約を課すもので、これに従って実際に対象会社株式の利害関係が合意当事者の1名以上により取得されたものを指す (1985年会社法204条2項)。

17) 1985年会社法のこれらの規制と上場規則との関係について、河村賢治「イギリス上場規則・開示規制の研究——公開会社法および金融・資本市場法の観点から——」イギリス資本市場研究会編『イギリスの金融規制——市場と情報の観点から——』(日本証券経済研究所、2006年) 176-179頁。

18) 1991年制定の規則 (Companies (Disclosure of Interests in Shares) (Order imposing restrictions on shares) Regulations 1991, SI 1991/1646) により、裁判所による株主権の制限命令が第三者の権利に不公正な影響を与える場合についての調整規定が設けられ、2006年会社法794条2項に受け継がれている。

開会社、そして最終的には広い意味での公衆 (ultimately the public at large) に対して、議決権株式の真の所有者 (the real owners) が誰であるかを知り、一見して無制限の権利 (a prima facie unqualified right) を与えるものである、と述べている。

ちなみに、1985年会社法第14編には、国務大臣が選任する検査役による調査制度が定められており、その調査類型の一つに、会社の社員(株式会社では株主)の地位または会社支配に関する調査がある(1985年会社法442条以下)。1948年会社法における商務省の検査役選任制度等を承継する制度である。1985年会社法第14編は、若干の改正を経て、現行法である2006年会社法の下でも効力を有している¹⁹⁾。

3 2006年会社法および2000年金融サービス市場法(現行法)

2006年会社法(Companies Act 2006, c. 46)は、第一に、実質株主に対する利害関係情報(Information about interests in shares)の提供請求制度について、適用対象を公開会社としたまま791条以下(同法第22編)に規定し、第二に、大量保有情報の開示については、2000年金融サービス市場法(Financial Services and Markets Act 2000, c. 8)と金融サービス機構(Financial Services Authority. 2013年の改組により金融行為監督機構(Financial Conduct Authority; FCA))の開示・透明性規則に定めることとして、従来の制度を二つに分け、規制を定める法律を異なる法律とした。EUの透明性指令(Directive 2004/109/EC, as amended by Directive 2013/50/EU)を勸案したためである。

(1) 会社法に定める実質株主に関する情報提供請求等

まず、実質株主に関する情報提供請求等の制度についてみると、公開会社は、議決権株式に利害関係を有する者またはそのように信ずる合理的な

19) 2006年会社法は会社総括法ではなく、1985年会社法(会社総括法)の改正法と位置づけられている。

理由のある者に対して、利害関係の有無とその期間、現在または過去3年間の利害関係の状況などの情報を、明示した合理的期間内に、会社に対して提供できるよう請求することができる（2006年会社法793条）。この期間内に利害関係者等から情報提供がなされない場合、会社は裁判所に対して、対象株式に一定の制限を課す命令を発するよう申し立てることができ、これを受けて、裁判所は、第三者の権利に不公正な影響を与える場合を除き、株式譲渡の無効、議決権行使の禁止、当該株式保有者への新株の割当てや発行の禁止、配当の支払停止や払戻の禁止を命ずることができる、とされている（同法794条。株式に制限を課する命令について797条以下）。情報提供請求の相手方が請求に応じない場合には裁判所への申立てが可能とされ、株主権制限命令の申立ての対象者が情報提供請求の対象者と比べて限定されることはなくなっている。また、公開会社の10%以上の議決権を有する株主は、少数株主権として、会社に対して793条の情報提供請求の権限を行使するよう請求することができる旨（同法803条）も規定された²⁰⁾。情報提供請求に応じない者や重要事項について虚偽の情報提供を行った者に対する刑事罰（同法795条。2年以下の禁錮等）も定められている。実務的には、カストディアンを介して、月に一度程度、実質株主の調査をすることが一般的なようである²¹⁾。会社は、情報提供請求によって得られた株式の利害関係情報について登録簿（実質株主名簿）を作成するものとされ（同法808条）、この登録簿は、通常の株主名簿と同様に、一般の閲覧・謄写に供される（同法811条）。

ちなみに、FCAの上場規則（Listing Rules：LR）には、上場会社が、定

20) 少数株主権の行使要件は、株式の保有割合のみとされ、株主の頭数要件（多数の株主が要求する場合に行使できるとする少数株主権）は廃止されている。

21) 実質株主に対する情報提供請求のカストディアンを介した実務について、あずさ監査法人「日本及び諸外国における株主総会プロセスの電子化等の状況」（2017年）（https://warp.da.ndl.go.jp/collections/info.ndl.jp/pid/12232105/www.meti.go.jp/report/whitepaper/data/pdf/20170421001_3.pdf）28-29頁。一般的に実質株主についての調査は月に一度実施するケースが多いことが紹介されている。

款規定に基づき、会社法793条の情報提供請求への対応を怠る相手方株主に制裁を課す場合について、相手方による情報提供通知の送付後14日以内に制裁を解除すべきこと、特定の種類株式の0.25%を下回る株式保有については、定款に定めうる制裁は総会出席と議決権行使の禁止とすべきことなど、許容される定款規定の内容に関する定めが設けられている(LR 9.3.9)。情報提供請求に相手方が応じない場合の株主権制限について、自社の定款に規定を設ける例が少なくないことを窺わせる²²⁾。前述のように、判例は、裁判所の株主権制限命令について法定の4項目すべてを命じるものと解釈しており、運用が硬直的なことから、定款に独自の規定を設けることで、より柔軟な対応が可能となることも指摘されていた²³⁾。

(2) 金融サービス市場法に定める大量保有情報の開示

次に、株式の大量保有情報の開示については、EUの透明性指令(2004/109/EC)を遵守するため、2006年会社法は、同法1266条ないし1268条により、2000年金融サービス市場法89条の次に、89A条以下の新たな条文を挿入することと挿入される条文の内容を定め、そこにおいて、規制当局に対して、透明性指令の国内適用のための規則(透明性規則)の制定権限を付与するとともに、透明性規則において、議決権株式に関する議決権保有者情報の通知等について定めることができる旨を規定した。

これにより、現在では、議決権株式の大量保有情報の開示についての規定は、2000年金融サービス市場法89A条以下とFCAの定める開示指針・透明性規則(the Disclosure Guidance and Transparency Rules)第5章(DTR 5 Vote Holder and Issuer Notification Rules)に置かれている。EUおよびイ

22) 後述の最高裁判決(Eclairs Group Ltd v JKS Oil and Gas plc)には、公開会社では、こうした定款規定によって株主権制限の決定を取締役会の判断に委ねることが一般的である(it is common for the articles of a public company to empower the board to impose such restrictions)との言及がある。

23) P. L. Davies et al., *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, 7th ed. (2003), at p. 604, fn.97.

ギリスの規制市場に株式を上場する会社の株主等は、直接保有・間接保有を問わず、原則として、発行済株式に付された議決権の3%超を取得し、または3%を下回ることとなる処分を行う場合、また、3%を超えて保有するときは、議決権割合が1%きざみの基準を上下する毎に3%を下回るまで、所定の保有者情報を当該会社（発行会社）とFCAに通知する義務を負う（DTR 5.1.2, DTR 5.2 & 5.3）。他方、発行会社には、総議決権数と種類株式毎の議決権株式数等の増減を月次で、また自己株式の取得によりこれらの数値に変動が生じた場合には速やかに、開示することが求められている（DTR 5.6.1 & 5.6.1A）。すべてのイギリスの上場会社（ロンドン証券取引所のメイン市場およびAIMを含む）が適用対象とされる。

所定の保有者情報の通知が、上述のように、議決権株式の直接保有・間接保有を問わず求められるのは、受益的利害関係（beneficial interests）を開示させるためである、とされる。例えば、名義人（a nominee）が他者のために議決権株式を保有することは、当該他者による議決権株式の間接保有となるが、重要な点は議決権行使の支配（決定権）であって、名義人が議決権の行使を決定しているときは、名義人が直接的な保有者とみなされるのに対して、名義人が受益的保有者（beneficial owner）の指示に従って行為するだけの場合には、受益的保有者が開示されるべき利害を有する者とみなされる。同様に、年金基金などの機関投資家は、カストディアンに株式の法的権利（the legal title）を付与していることが一般的であるとされるが、投資ポートフォリオの管理はファンドマネージャーに外部委託しており、当該株式について開示すべき利害関係を有する者が誰であるかは、議決権の行使を決定する者が誰であるかに拠ることになる。通常、カストディアンは指示に従って議決権を行使するだけであり、開示の対象ではない。ファンドマネージャーと機関投資家の間では、ファンドマネージャーのみからカストディアンへの指示がなされるのか、それとも、ファンドマネージャーが機関投資家の要求に基づいて指示しているのかによって異なる。株式が間接保有されている場合は、保有割合と基準を超えた日

付に加えて、株式の間接的な保有の詳細も開示されなければならないとされている。例えば、指示に従ってのみ議決権を行使できる名義人株主が株式を保有している場合、名義人には開示すべき利害関係がないとしても、情報開示において、名義人の名称等と、その名義人株主のために議決権を行使する権限を有する者の名称等が開示されなければならない(DTR 5.8.1(4))、と説明されている²⁴⁾。

そして、これらの情報の通知を受けたイギリスの上場会社は、速やかに、遅くとも翌営業日までに、これを公衆に開示しなければならない(DTR 5.8.12(1))。

なお、EUとイギリスの規制市場でその株式が取引される会社(traded companies)については、2006年会社法により、発行済株式の5%以上を保有する各々の株主について、(株主名簿に記載された)氏名・名称、住所および保有株式の種類株式ごとの数を、年次確認書(annual confirmation)の提出と同時に、会社登記所に届け出ることが義務づけられている(2006年会社法853G条)。

(3) 規制の趣旨・目的に関する理解

本規制の趣旨・目的については、一応、インサイダー取引の抑止も挙げられているが、より重要であるのは、第一に、当該会社とその株主の利益保護、第二に、公衆の保護である、とされている。

まず、インサイダー取引の抑止について、P. Daviesは、インサイダー取引の抑止は規制の目的の1つであるとも考えられるが、それは規制の趣旨のごく一部でしかない、と述べる²⁵⁾。L. Gullifer & J. Payneも、インサイダー取引の抑制は規制理由の1つではあるが、それは一面に過ぎないとし、役割としてはマイナーな部分であるとも述べている²⁶⁾。

24) L. Gullifer and J. Payne, *Corporate Finance Law*, 3rd ed. (2020), at p. 577.

25) P. Davies et al., *Gower Principles of Modern Company Law*, 11th ed. (2021), at p. 969.

26) Gullifer and Payne, *supra* note 24, at p. 577.

むしろ規制の主たる目的とされるのは、1980年に商務省 (Department of Trade) が公表した次の説明に見られるものである。すなわち「会社、株主および広い意味での公衆 (the public at large) は、既存株主および当該会社と取引する者が自らの利益を守り、また当該会社の事業指揮 (the conduct of the affairs of the company) が当該会社に影響を与え、または、これを支配する地位にある者に関する不確実性によって侵害されることがないように、議決権株式の大量取得に関する情報を速やかに知らされる権利をもつべきである。」²⁷⁾

以上の引用は、株式に関する利害関係の開示 (disclosure of interests in shares) の2つの異なる趣旨を想定するものであるとされている。第一に、誰が会社において影響力ある地位を確立しようとしているのか気付かせることによって、当該会社の経営者と株主を保護することがあげられている。当該会社の現在の、または潜在的な、支配関係の開示だからである。無議決権株式の保有者が開示の対象とされていないことや、名義人によって株式が保有されている場合に、開示されるべき利害を有する者とは、当該株式について法的権利を有する者であるか受益的所有者であるかを問わず、議決権行使の決定権を持つ者であるとされることが、その理由とされている²⁸⁾。この点からは、開示規制は、潜在的な TOB に対する早期の警戒システムとも呼ばれる。

しかしながら、上記の引用は、第二に、公衆 (the public) の保護にも言及している。公衆への開示 (public disclosure) は、「市場の透明性」という概念的に異なる目標を促進するものということもでき、当該会社に重要な利害関係を持つ者が誰であるか (あるいは誰であり得るか) の開示は、当該会社の価値についての市場の評価において重要な要素であるとされる²⁹⁾。

27) Department of Trade, *Disclosure of Interests in Shares* (1980), at p. 2 (as cited in Davies, *supra* note 25, at p. 969).

28) Gullifer and Payne, *supra* note 24, at p. 577.

29) Davies, *supra* note 25, at p. 969.

そこで、残る問題は、この開示規制が、株主にフォーカスしたもの (shareholder-focused) なのか、それとも市場にフォーカスしたもの (market-focused) か、という点であるとされ、今や規制の主たる関心は、市場にフォーカスしたものであり、投資するか否かを決定する際に、投資家にできる限りの会社像 (as full a picture of the company as possible) を与えるゆえに、投資家にとってこの情報が有用であるといわれている。透明性指令が国内法化されたことで、この見解が重みを増しているとの説明がみられる³⁰⁾。

4 関連判例

ここでは、実質株主の開示に関する判例の内、外国会社である実質株主への情報提供請求等に関する判例を概観した後、取締役の義務違反との関係から近時注目を集めた Eclairs Group Ltd 事件判決³¹⁾を若干詳しく取り上げる。

(1) 実質株主に関する情報提供請求等の外国会社への適用

1980年代には、名義人株主やそのカストディアンが外国会社である場合に、名義人株主等や、実質株主と目される者が情報提供を拒んだ事案がいくつか存在する。

Re F H Lloyd Holdings plc ([1985] BCLC 293) では、ルクセンブルクの会社であってイギリスに事業拠点をもたないY社 (TDB) が、イギリスの名義人会社Aを介して、ロンドン証券取引所上場会社X (F H Lloyd Holding plc) の株式を保有していた。X社は、1981年会社法に基づきY社に対して、Y社のために保有されるX株式に利害関係を持つ者に関する情報を提供するよう通知したが、Y社は顧客の同意なく情報を開示すればルクセンブルク法に違反することなどを理由に回答を拒んだ。そこで、X社

30) Gullifer and Payne, supra note 24, at p. 577.

31) 酒巻俊雄ほか『英法系諸国の会社法——理論と実務2』(中央経済社、2021年) 135-136頁 [川島いづみ]。

は、1981年会社法77条に基づき、Y社のために保有される株式について1948年会社法174条に定める株主権制限の命令を求める申立てを裁判所に提起した。これに対して、Y社は、同社は外国会社であってイギリスの裁判管轄が及ばないこと、または、イギリスの裁判所は求められる命令を発しない裁量権を行使すべきことを主張して争った。裁判所（ノース裁判官）は、信託財産（X株式）はイギリスに所在し、受託者Aもイギリスに在住しており、Y社の受益的利益もイギリスに所在すること、したがって、イギリス立法の通常原則はイギリスの財産における外国人の権益（a foreigner's interests in English property）にも適用される旨を判示して、株主権の制限を命じている³²⁾。

また、Re Geers Gross plc では、ロンドン証券取引所上場会社Xが、名義人株主であるY社（スイスの銀行）に対して実質株主に関する情報提供を請求したところ、Y社がスイス銀行法に基づき顧客情報の開示を拒絶したため、X社は裁判所に申し立てて株主権の制限命令を得た。ところが、Y社は、X株の一部を売却するなどして、裁判所に対して制限命令の解除を求めた。第一審裁判所はこれを認めず（[1987]1 WLR 837）、控訴審も原審の判断を支持している（[1987]1 WLR 1649）³³⁾。

(2) Eclairs Group Ltd v JKX Oil and Gas plc ([2015] UKSC 71)

(a) 事案の概要

本件は、2006年会社法第22編と同様の規定を定款42条に定めているA会社（JKX：ロンドン証券取引所上場会社）において、取締役Yらが、2013年3月20日および同月26日に、実質株主を明らかにするために情報提供請求を行ったところ、不適切な回答をした株主X（Eclairs Group）ら（プリティッ

32) 事案の詳しい紹介は、松井・前掲（注12）1242頁以下。

33) 裁判所により株主権の制限が命じられた場合、関連情報を開示するか、当該株式の売却を裁判所が認めた場合に限り、裁判所は制限を解除できる（1985年会社法456条3項）。事案の詳しい紹介は、松井・前掲（注12）1244頁以下。

シュ・バージン諸島設立会社)に対して議決権その他の権利に制限を加えたことが、取締役の適正目的義務(proper purpose duty)に違反するとして、訴えが提起された事案である。A会社では、2010年から2012年にかけて、新株発行等による資金調達を何回か行っていたが、いずれもX関係者の反対によって株主総会の特別決議が否決されていた。また、2013年3月7日には、XはA会社のCEOであるBおよび取締役Cの解任と新たな取締役3名の選任を議題とする臨時株主総会の招集を、A会社に対して請求していた。

取締役Yらには、情報提供請求に対する株主Xらの回答内容に虚偽または重大な誤り(false or materially incorrect)があると信ずべき合理的な理由があつて、株式の39%を有するXらの議決権等を制限(議決権行使禁止を含む)した。これにより取締役会は、株主総会において、市場での自己株式の買付けの承認と株主の新株引受権の排除等に関する特別決議の成立を確保することができた。

(b) 裁判の経過と最高裁判決

第一審裁判所は、A会社の取締役会の決定が不適正な目的(improper purpose)に動機づけられたものであることを理由に、議決権の制限を無効であると判断した([2013] EWHC 2631(Ch))が、控訴審裁判所(Court of Appeal)は、会社法第22編またはこれに相当する定款規定が適用される場面では、適正目的理論は斥けられると判示して、Yらの控訴を認めた(強い反対意見がある)([2014] EWCA Civ 640)。控訴審判決の多数意見によれば、本件において株主の議決権に制限を加えた取締役の権限は、定款の一部をなすものであり、特定の目的のために行使するよう限定されてはいないし、他方で、株主Xは十分に正確な回答をすることで、議決権への制限を回避することができるなどとされ、議決権に対して制限を加えたことは正当であると判断された。控訴審裁判所は、一方的な権限と非一方的な権限("unilateral" and "non-unilateral" powers)という新たな区分を提示し、一方的な権限は行使することで事態が終了し、対象者にはその結果に影響を

与える余地がないのに対して、非一方的な権限の行使では、対象者の対応いかんによって、権限行使の結果に影響を与えることができる（つまり、虚偽のない情報を提供すれば、議決権等への制限を免れることができる）、とする。それゆえ、一方的な権限の行使が適正目的理論の適用対象となるのに対して、本件で問題となっている非一方的な権限の行使は適正目的理論の適用対象とはならない、との理解が判示されている。

これに対して、最高裁判所 (Supreme Court) は、全員一致で第一審の判断を支持し、控訴審判決を覆してXらの上告を認めた。適正目的ルールはA会社の定款42条に基づく権限行使にも適用され、Yらの行為は不適正であると判示された。最高裁判決は、このルールの起源である詐欺的な権限行使の理論 (the doctrine of a fraud on a power) について18世紀の先例まで遡り、それが当時の衡平法裁判官等 (equity lawyers) には既に馴染みのある法理であり、取締役の権限行使については適正目的理論として良く知られた法理であることを確認している。

最高裁判決の重要な意義は、取締役の権限が性質において受任者のものであって (fiduciary in nature)、適正目的理論 (the proper purposes doctrine) に服するという永らく確立されてきた理論を取り戻したことである、とも評されている³⁴⁾。

(c) 適正目的理論との関係

適正目的義務は、コモンロー上の法理である適正目的ルールを2006年会社法171条(b)号で法文化したものである³⁵⁾。同条によれば、取締役の権限は権限が付与された目的のためにのみ行使されなければならない (only

34) R. Nolan, Proper purposes in the Supreme Court, 132 LQR 369 (2016), at p. 369. 本件の評釈には、Langford and Ramsay, the Proper Purpose Rule as a Constraint on Directors' Autonomy, 80 MLR 110 (2017); Worthington, Directors' Duties and Improper Purposes, CLJ 213 (2016); Boadle, Improper Purpose in Company Law, [2016] LMCLQ 529 等がある。

35) 適正目的義務および適正目的ルール (proper purpose rule) については、酒巻ほか・前掲 (注31) 133頁以下およびそこで引用の文献を参照。

exercise powers for the purpose for which they are conferred)。適正目的義務は、取締役の権限行使の様々な場面で問題となるが、判例が多いのは支配権争奪の局面における新株発行等の事案であり、わが国における主要目的の形成にも影響を与えている。本件は、A会社の定款規定に基づくXの議決権制限等が取締役の適正目的義務に違反するかが争われた事案であるが、議決権制限等を裁判所に申し立てた場合であっても、その申立ての主たる目的の如何によっては、同様に取締役の行為は不適正であると判断されるものと考えられる。換言すれば、本判決は、第22編の実質株主に対する情報提供請求に関する制度が、企業買収ルールに関する法制に変更を加えるために利用されることは認められない、との立場を示すものであると捉えることもできる。

5 重要な支配権者情報の開示

(1) PSC 名簿の導入

2015年制定の小規模事業、企業および雇用法 (the Small Business, Enterprise and Employment Act 2015, c. 26) は、2006年会社法に第21A編を追加して、後述のような重要な支配 (significant control) を有する者について、実質支配権者の登録制度を導入した³⁶⁾。2013年G8サミットの議長国として、イギリスが事業活動・新規創業等のための信頼できる公正な地として国際的に認められ続けることを確保する趣旨による、と説明されており³⁷⁾、2016年4月から施行されている。この改正により、FCAの定める

36) 本制度については、川島いづみ「〈新版〉英法系諸国の会社法〔17〕」国際商事法務43巻12号(2015年)1837頁以下(酒巻俊雄ほか『英法系諸国の会社法——理論と実務1』(中央経済社、2021年)230-232頁所収)、藤川信夫「英国企業法制における新たな登記制度PSC Regime (People with Significant Control) にかかる考察」千葉商大論叢56巻1号(2018年)135頁以下、中村信男「イギリス会社法における実質支配者登録簿制度と日本法制への提言」ディスクロージャー& IR vol. 25 (2023年)95頁以下。

37) Explanatory Notes to the Small Business, Enterprise and Employment Act 2015, at 7

開示指針・透明性規則の適用を受ける発行会社等を除き、連合王国で設立されたすべての会社（2006年会社法790B条1項³⁸⁾に、会社の重要な支配権者の名簿（Register of people with significant control over the company. 以下「PSC名簿」という）の作成・備置きが義務づけられることになった。開示指針・透明性規則の適用を受ける発行会社等が除かれるのは、前述のように、より広範に大量保有情報の開示が義務づけられているためである。PSC名簿の制度は、イギリス設立の会社を所有または支配する者に関する透明性を高めることで、脱税やテロ資金の調達を抑止し、マネーロンダリングの調査を容易にし、また投資家に有用な情報を提供するためのものとされている。

(2) 規制の概要

まず、対象会社は、株主がPSC名簿に登録すべき対象者（自然人・法人等）であるか否かと登載対象者の詳細を知るために、合理的な手段を講ずべき義務を負う（同法790D条1項）。この義務を履行するため、対象会社は、PSC名簿に登録すべき者を調査し、対象者に関する情報を入手するために必要な手段を講ずべきことが、かなり具体的に法文に定められている（同条2項ないし7項）。登載対象者や登録対象者でなくなった者についても、情報の更新が求められる（同法790E条・790D条8項）。対象会社の義務違反に対する罰則の定めも設けられている（同法790F条）。

私会社の場合には、自社においてこのPSC名簿を作成して備え置くことに代えて、登記所が備え置く中央名簿（the central register. 登記所備置名簿）に情報を保管することを選択できる（同法790W条1項・2項³⁹⁾。中央名簿での保管を選択しない場合および私会社でない会社の場合には、会社

↘ para. 3 & para. 64.

38) 別途、LLPを適用対象とする規則（Limited Liability Partnerships (Register of People with Significant Control) Regulations 2016, SI 2016/340）も定められている。

39) 私会社の通常の株主名簿についても、同様の中央名簿の制度が導入されている。

は、PSC名簿の詳細を確認書とともに、少なくとも12ヶ月に1回は、登記官(会社登記所)に届け出なければならない(同法851I条)。

他方、当該株主(実質支配者・重要な支配権者)には、会社に対して重要な支配権者の地位にあることとその詳細を通知する義務があり(同法790G条)、また、PSC名簿登載者には、当該地位の継続・変更等の情報を通知する義務(同法790H条)が課されている。求められる情報は、たとえば自然人の場合には、氏名、郵便物送付先住所、居住地、国籍、生年月日、PSCとなった日付等と支配の性質に関する情報(同法790K条1項)とされる。

次の①～⑤のいずれかに該当する場合、XはY会社の重要な支配権者とされる⁴⁰⁾。Xが、

- ① Y会社の株式の25%超を、直接的または間接的に保有すること、
- ② Y会社の議決権の25%超を、直接的または間接的に保有すること、
- ③ Y会社の取締役会構成員である取締役の過半数を選任または解任する権利を、直接的・間接的に保有すること、
- ④ Y会社に対する重要な影響または支配(significant influence or control)を行使する権利、または実質的に行使する権利を有すること、
- ⑤ (a) 法人格をもたない信託の受託者(X)もしくは事業体(firm)の構成員(X)が、Y会社との関係において①～④のいずれかの条件に該当する場合、または、個人であれば該当する場合であって、(b) Xが、当該信託もしくは事業体の活動に対して重要な影響または支配を行使する権利、または、実質的に行使する権利を有すること、

である。

2006年会社法附則1Aの第2編ないし第4編には、これらの条件の範囲に関する追加的なガイダンスが示されており、さらに、所轄大臣は「重要な影響または支配権」の意味についての指針を発しなければならないとの規定(附則1A第3編24(1))も置かれている。同附則1Bには、要登録者

40) 規制の詳細は、中村・前掲(注36)98頁以下。

が義務を怠る場合について、対象会社の通知による要登録者の権利行使の制限や刑事罰の定めがある。会社法を所管する BIS (Department for Business, Innovation & Skills; 事業・革新・技能省) によれば、「重要な影響または支配権」という文言を使用したのは、会社を支配するあらゆる方法をカバーしたいと考えたからであるとされている⁴¹⁾。多くの小規模会社としては、PSC 名簿にはほとんど関心がないが、他方で、多数の株主を擁する会社にとっては、正確な名簿を維持するには労力と費用を要することになろうともいわれている⁴²⁾。

PSC 名簿は、原則として、無償で何人の閲覧にも供するものとされる(同法790O条)が、裁判所の命令を得て閲覧を拒絶することもできる(同法790P条)。また、裁判所には PSC 名簿の訂正を命ずる権限もある(同法790V条)。これらの扱いは、通常の株主名簿の場合と同様である。

6 むすびに代えて

以上のようにイギリスでは、1960年代の企業買収ブームを背景として1967年会社法により実質株主の上場会社への通知義務が導入され、1976年会社法により実質株主に対する上場会社の情報提供請求権や回答の懈怠等に対する罰則が、さらに1981年会社法により、対象を公開会社に拡大し、回答の懈怠等への対処として裁判所への申立てによる議決権行使禁止等の制裁が定められて、制度の大枠が完成した。ちなみに、スチュワードシップ・コード(UKSSコード)の嚆矢とされるコードがイギリスで策定されたのは1991年であり⁴³⁾、実質株主を含む主要株主情報が公表される制度環

41) BIS, The Register of People with Significant Control (PSC Register) (2014), BIS/14/1145, at para. 41.

42) B. Hannigan, *Company Law*, 6th ed. (2021), at p. 368.

43) UKSS コードの沿革について、森啓悟「コーポレート・ガバナンスにおける株主の法的役割——金融危機前までの英国における法的議論の生成——」社学研論集39号(2022年)1頁以下。

境の下で、現在の株主エンゲージメントへとつながる機関投資家との非公式な個別対話が推奨されていた。

WG報告では、一定の運用資産を有する機関投資家に対して定期的にその保有明細の公衆開示を求める米国の制度に対置して、発行会社が名義株主等に対して株式保有状況や実質株主に関する情報の提供を求め、回答を義務づける欧州諸国の制度をあげ、欧州諸国の制度は、発行会社に対して実質株主の保有状況を伝達するもので、企業と株主・投資家の対話を促進するという目的により適うものといえるとして、はじめに述べたように、欧州諸国の制度を参考に適切な制度整備等に向けた取組みを進めるべきであるとして、機関投資家の行動原則の改訂等を提言している⁴⁴⁾。まずは、その実現を期待したい。本稿で紹介したイギリスの実質株主開示制度も、年月をかけて形成されてきたものである。

とはいえ、3(2)で紹介したように、イギリスの上場会社には、FCAの規則により、実質株主等からの回答内容を速やかに開示することが求められており、この点も含めて、実質株主等に回答を義務づける規制の趣旨については、3(3)に記載のように、当該会社の経営者や株主の保護に留まらず、今では市場の透明性がより重要であると解されている点にも留意して、将来的な規制の方向性を考えるべきであろう。

ちなみに、株主エンゲージメントに関連して、実質株主の権利がイギリス会社法上どのように扱われているかを確認すると、まず、仲介業者等を介して間接的に株式を保有する実質株主が、会社のガバナンスに関する権利を直接行使することを可能とするために、会社定款の規定によって、他の者が株主の権利を享受・行使すること、または、実質株主が名簿上の株主を通じて会社情報を受領できることについて、会社法には確認的な規定が設けられている(2006年会社法145条)。対象となる権利は、書面決議の議案の送付を受ける権利、書面決議の回付を請求する権利、株主総会の招集

44) 会社法制に関する研究会においても、実質株主確認制度が主な検討事項の一つとして検討されている(渡辺論「商事法制に関する展望」商事法務2347号(2024年)16頁以下)。

通知を受ける権利、議決権代理行使の代理人を選任する権利、公開会社の年次株主総会について決議の回付を請求する権利、規制市場上場会社の株主総会で質問する権利（質問権）および審議事項に事業に関する事項を加える権利（提案権）、年次計算書類・報告書の写しの送付を請求する権利等である（同法145条3項）。また、規制市場上場会社の株主は、他の者のために株式を保有するときは、情報に関する権利（会社が株主に送付する全ての情報の写しを受領する権利、計算書類・報告書を請求する権利等）を享受する者として当該他の者を指名することができ（同法146条ないし151条）、この指名を名簿上の株主から受けることにより、実質株主は、直接会社から所定の情報を受領することができる⁴⁵⁾。

* 本稿は、JSPS 科研費22KK0015および22K01240による研究成果の一部である。

45) イギリス会社法にも議決権の代理行使に関する規定（同法285条等）が設けられているが、代理人資格を株主に限る定款規定は設けられていない模様である。